



Banca Popolare dell'Alto Adige
Società cooperativa per azioni

Parere della società di revisione ai sensi dell'articolo
2437-ter, secondo comma, del codice civile nell'ambito
della procedura di determinazione del valore di
liquidazione delle azioni in caso di esercizio del diritto di
recesso da parte dei soci

INDICE

1. MOTIVI E OGGETTO DELL'INCARICO	3
2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO.....	5
3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	5
4. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAGLI AMMINISTRATORI E RELATIVI RISULTATI	6
4.1. Metodologie di valutazione adottate.....	6
4.1.1. Il Dividend Discount Model nella variante dell'Excess of Capital.....	8
4.1.2. Il metodo dei multipli di valore.....	11
4.1.3. Il metodo delle transazioni comparabili.....	13
4.2. Risultati cui pervengono gli Amministratori con l'assistenza degli Esperti.....	14
4.3. Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori	14
4.4. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori.....	15
5. LAVORO SVOLTO	15
6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI	16
7. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	17
8. CONCLUSIONI	19

PARERE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-TER, SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE NELL'AMBITO DELLA PROCEDURA DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI IN CASO DI ESERCIZIO DEL DIRITTO DI RECESSO DA PARTE DEI SOCI.

Al Consiglio di Amministrazione di
Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A.

1. MOTIVI E OGGETTO DELL'INCARICO

Il Decreto Legge n. 3 del 24 gennaio 2015 (di seguito anche "DI 3/2015"), convertito con modificazioni dalla Legge n. 33 del 24 marzo 2015, ha introdotto nel sistema legislativo italiano l'obbligo per le banche popolari con un attivo superiore ad Euro 8 miliardi di trasformarsi in società per azioni. In data 5 febbraio 2016 il Consiglio di Amministrazione della Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A (di seguito anche "Banca Popolare dell'Alto Adige" o la "Banca") ha verificato il superamento, alla data del 31 dicembre 2015, della predetta soglia ed ha avviato il percorso di trasformazione della Banca in società per azioni (di seguito anche l'"Operazione di Trasformazione" o "Trasformazione").

In data 15 luglio 2016, il Consiglio di Amministrazione della Banca ha definito le modifiche statutarie ai fini della trasformazione da proporre al voto dell'Assemblea Straordinaria convocata in prima convocazione il 25 novembre 2016 ed in seconda convocazione il 26 novembre 2016. In data 21 ottobre 2016, lo stesso Consiglio ha poi approvato la relazione degli Amministratori sull'Operazione di Trasformazione.

In relazione a tale Operazione gli Amministratori hanno ritenuto applicabile, anche sulla base del parere rilasciato dallo Studio Legale Carbonetti, la disciplina in materia di società per azioni per effetto del combinato disposto dell'articolo 2437-ter, dell'articolo 2519, primo comma e dell'articolo 2532 del Codice Civile, oltre che della previsione di cui all'articolo 19(1)(a) dello Statuto della Banca. Di conseguenza, gli Amministratori hanno ritenuto applicabile l'articolo 2437 del Codice Civile che prevede, per gli azionisti che non concorrono all'approvazione della deliberazione relativa al progetto di trasformazione della Banca in società per azioni, la possibilità di esercitare il diritto di recesso. In particolare, tale previsione normativa è stata ritenuta applicabile dalla Banca ai sensi dell'articolo 2437, primo comma, lettera b), del Codice Civile, in quanto il progetto di trasformazione in società per azioni comporta la trasformazione eterogenea di Banca Popolare dell'Alto Adige, costituita in forma di "società cooperativa per azioni".

La Trasformazione della Banca comporta l'insorgere del diritto di recesso in capo ai soci che non dovessero concorrere all'approvazione della delibera di modifica della forma giuridica ai sensi del combinato disposto dell'articolo 2437 del Codice Civile e dell'articolo 19 dello statuto di BPAA. L'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni per le quali il socio esercita il recesso (di seguito anche il "valore di liquidazione") sia determinato dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

Il Consiglio di Amministrazione ha incaricato lo Studio Legale Carbonetti di emettere un parere avente la finalità di esaminare alcuni profili di rilevanza giuridica relativa al progetto di trasformazione della Banca in società per azioni. In particolare, tale parere è incentrato sull'identificazione delle disposizioni normative e statutarie applicabili nelle diverse fasi del processo di determinazione del valore di liquidazione delle azioni dei soci che esercitano il diritto di recesso a seguito della trasformazione, nonché sulla verifica dei presupposti per la eventuale limitazione, in tutto o in parte, del rimborso spettante al socio recedente consentita dalle disposizioni applicabili.

Nell'ambito dell'Operazione di Trasformazione, il Consiglio di Amministrazione del 16 settembre 2016 ha incaricato Deloitte Financial Advisory S.r.l. (di seguito anche "Deloitte") e lo Studio Laghi (di seguito anche "Laghi" e, insieme a Deloitte, anche gli "Esperti") di fornire assistenza nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Banca Popolare dell'Alto Adige.

Deloitte e lo Studio Laghi hanno, a tal proposito, predisposto due distinti pareri tecnico-professionali, relativi all'individuazione di un intervallo di valori economici, per il capitale complessivo e per azione, attribuibile alla Banca Popolare dell'Alto Adige, di ausilio al Consiglio di Amministrazione della Banca nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni, ai sensi dell'articolo 2437-ter del Codice Civile.

BDO Italia S.p.A. (di seguito anche "BDO Italia"), quale soggetto incaricato, ai sensi dell'articolo 14 e dell'articolo 16 del Decreto Legislativo n. 39 del 27 gennaio 2010, della revisione legale dei conti della Banca, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione l'incarico di predisporre il parere ex art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile sul valore di liquidazione delle azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige.

In data 4 novembre 2016, il Consiglio di Amministrazione ha provveduto a: (i) individuare in via preliminare il valore di liquidazione, al fine di consentire al Collegio Sindacale e alla società di revisione di esprimere i pareri ad essi richiesti dall'articolo 2437-ter del Codice Civile; (ii) assumere un orientamento circa la limitazione/esclusione del rimborso delle azioni oggetto di recesso, che sarà oggetto di delibera, come suggerito dall'Organo di Vigilanza, solo al momento in cui sarà noto il numero di azioni oggetto di recesso.

Nel corso del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016, gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni della Banca, individuato in Euro 12,10 per azione, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile. La Banca ha, comunque, messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la determinazione preliminare dell'intervallo di valori di liquidazione delle azioni della Banca.

All'esito dell'avvenuto riscontro della documentazione fatta propria dal Consiglio di Amministrazione ed a noi consegnata al termine della prima fase della richiamata seduta consiliare con quella a noi precedentemente fornita, abbiamo emesso il presente parere, al fine di poter consentire al Consiglio di Amministrazione il completamento dell'iter previsto dall'articolo 2437-ter del Codice Civile.

Ai sensi dell'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale della Società è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.

2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha la finalità di fornire al Consiglio di Amministrazione della Banca il parere previsto dall'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, per determinare il valore di liquidazione delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tali metodi.

Il presente documento illustra i metodi seguiti dal Consiglio di Amministrazione, con il supporto degli Esperti, unitamente alle eventuali difficoltà da questo incontrate per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Banca. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Abbiamo ottenuto dalla Banca e/o dagli Esperti i documenti e le informazioni ritenuti utili ai fini dello svolgimento del nostro lavoro. A tal proposito, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, fornita in via preliminare anche in bozza. In particolare abbiamo analizzato:

- Statuto Sociale vigente di Banca Popolare dell'Alto Adige;
- Estratto dei verbali del Consiglio di Amministrazione della Banca inerenti il piano di trasformazione da società cooperativa per azioni a società per azioni, comprensivi dei relativi allegati;
- Piano Industriale "Strategy 2017-2021", approvato dal Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016 (di seguito, anche "Piano Industriale" o "Piano");
- Dati e informazioni di dettaglio sottostanti al Piano Industriale;
- Documento "Risk Appetite Statement (RAS), 2016", approvato con delibera del Consiglio di Amministrazione del 22 dicembre 2015;
- Relazione Finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 da noi assoggettata a revisione contabile limitata;
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015 da noi assoggettato a revisione contabile;
- Elementi di dettaglio relativi al patrimonio ed ai requisiti di vigilanza al 30 giugno 2016;
- Numero di azioni della Banca, con dettaglio delle azioni proprie e del numero massimo di azioni potenzialmente assegnabili agli ex azionisti di BP Marostica, quale premio fedeltà;
- Estratto del Verbale del Consiglio di Amministrazione del 28 ottobre 2016 nel corso del quale sono state presentate ed analizzate le risultanze preliminari degli Esperti;
- Relazione "Stima di un intervallo di valori di liquidazione delle azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A.", emessa da Deloitte in data 4 novembre 2016;
- Relazione "Parere sul valore di liquidazione delle azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A. ai fini dell'esercizio del diritto di recesso nell'ambito della prospettata trasformazione delle Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A. in società per azioni - Fairness opinion", emessa dallo Studio Laghi in data 4 novembre 2016, comprensiva di allegati;
- Documento "Punti di attenzione su alcuni profili inerenti la determinazione del prezzo di recesso in sede di trasformazione della Banca Popolare dell'Alto Adige in società per azioni", predisposto dallo Studio Legale Carbonetti;

- Documento “Recesso del socio di banca popolare in caso di trasformazione da cooperativa in S.p.A.: determinazione del valore di rimborso delle azioni”, predisposto dallo Studio Legale Carbonetti;
- Estratto del Verbale del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016 nel corso del quale è stato determinato in Euro 12,10 il valore preliminare di liquidazione di ogni azione di Banca Popolare dell’Alto Adige, ai fini dell’applicazione del diritto di recesso ex articolo 2437-ter del Codice Civile;
- Andamento del prezzo delle azioni della Banca riferito al periodo 1 gennaio 2015 - 4 novembre 2016;
- Informazioni di mercato ed economico-finanziarie sulle principali banche italiane tratte da database specializzati;
- Informazioni sui principali dati macroeconomici e monetari desunti da database specializzati ed information provider;
- Altri dettagli ed informazioni di natura contabile, gestionale e statistica ritenuti utili ai fini dello svolgimento del presente incarico.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal rappresentante legale della Banca, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, in data 5 novembre 2016, in merito alla completezza e all’assenza di significative modifiche ai dati e alle informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico.

4. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAGLI AMMINISTRATORI E RELATIVI RISULTATI

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Banca hanno provveduto a determinare, con il supporto degli Esperti, il valore del capitale economico della Banca e, conseguentemente, il valore di liquidazione delle azioni, ai sensi dell’articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile.

4.1. Metodologie di valutazione adottate

L’articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile prevede che ai fini della determinazione del valore delle azioni in ipotesi di recesso di un socio, gli Amministratori debbano tener conto, tenuto conto del parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, “della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell’eventuale valore di mercato delle azioni. [...] Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell’attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione”.

L’articolo 10.3-bis dello Statuto Sociale della Banca prevede che “Il Consiglio di Amministrazione determina, a norma di legge e di statuto, il prezzo di rimborso delle azioni per i casi di scioglimento del rapporto sociale stabiliti dalla legge e dallo statuto”. Lo statuto non fornisce criteri e non pone vincoli agli Amministratori al di fuori della legge nel determinare il prezzo di rimborso delle azioni per i casi di scioglimento del rapporto sociale stabiliti dalla legge e dallo statuto.

Il riferimento da parte del legislatore alla “consistenza patrimoniale” e alle “prospettive reddituali” per la stima del valore di liquidazione in assenza di diverse disposizioni statutarie, suggerisce l’utilizzo di criteri valutativi che tengano in considerazione non tanto la redditività storica, ma le potenzialità reddituali dell’impresa in relazione alle condizioni correnti.

Inoltre il legislatore fa riferimento “all’eventuale valore di mercato”. La nozione di valore di mercato che la dottrina e la prassi utilizzano è normalmente espressione della quotazione di borsa, se l’impresa è quotata in un mercato regolamentato, o del prezzo di transazioni recenti nel caso di impresa non quotata. Fare riferimento alle transazioni recenti come metodo di stima del valore di liquidazione, presuppone che il valore di tali transazioni sia

reale espressione di un valore di “mercato” e, quindi, che le transazioni esaminate risultino significative in termini di volumi, numerosità e di controparti coinvolte. A tal proposito va rilevato che la Banca non è quotata su un mercato regolamentato, ma dispone di una piattaforma organizzata di scambio delle azioni.

Come rilevato nel corso del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016, i valori di scambio su tale piattaforma non sono ritenuti rappresentativi di un “valore di mercato”, in quanto riferiti a negoziazioni su un mercato con limitazione allo scambio, volumi di scambio contenuti ed alta incidenza degli ordini revocati sul totale degli emessi. Nell’ambito delle negoziazioni sulla piattaforma organizzata di scambio delle azioni è, infatti, previsto un valore floor di scambio, che corrisponde al prezzo approvato annualmente dall’assemblea dei soci della Banca, al di sotto del quale non possono essere eseguiti ordini. A tal proposito il valore floor di scambio nel mese di aprile 2016 è stato fissato dall’assemblea in Euro 19,65. Come riportato nel verbale del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016, i volumi di azioni scambiate sulla piattaforma nel corso dei primi 9 mesi del 2016 sono stati significativamente inferiori rispetto agli esercizi precedenti, tenuto conto del numero di azioni in circolazione, mentre da un’analisi del dettaglio delle transazioni eseguite nei primi nove mesi del 2016 il totale delle transazioni eseguite risulta sensibilmente inferiore al totale degli ordini immessi. “Il numero complessivo di azioni relative agli ordini ‘lanciati’ (eseguiti e revocati), è pari a 1.427.073, di cui eseguiti 354.496 e revocati 1.072.577”.

Come evidenziato nel Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno determinare il valore di recesso con riguardo al valore intrinseco o valore fondamentale della Banca che, riflettendo i benefici economici attesi dalle azioni detenute, rappresenta ciò cui rinuncia l’azionista che recede. Se il valore di liquidazione coincide con il valore intrinseco, essendo quest’ultimo un prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente in senso fondamentale, non vi è trasferimento di ricchezza tra i soci. Il valore intrinseco, inoltre, deve riferirsi all’impresa “as is” e, pertanto, essere in grado di catturare tutto il valore che il socio recedente ha contribuito a formare, ma, al contempo, essere in grado di lasciare ai soci superstiti tutti i benefici futuri che l’operazione che ha legittimato il recesso dovrebbe generare. Il valore intrinseco, quindi, deve esprimere la realtà operativa della società come è, con i propri punti di forza e di debolezza, e come è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso, funzione della redditività degli “asset in place” e delle opportunità di investimento future a disposizione dell’attuale management.

Tutto ciò premesso, come riportato nei verbali del Consiglio di Amministrazione del 28 ottobre 2016 e del 4 novembre 2016, gli Amministratori, supportati dagli Esperti, hanno ritenuto di adottare come metodologia principale, per le finalità di cui all’articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, il metodo del Dividend Discount Model nella variante Excess Capital (di seguito anche “DDM”), la cui applicazione è prassi condivisa nel settore bancario, nel quale la misura dei flussi di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza. Tale metodo determina il valore della Banca tenendo conto delle sue caratteristiche patrimoniali intrinseche e della capacità futura della stessa di generare redditi.

Gli Amministratori hanno, inoltre, effettuato, per completezza e a fini di raffronto, un’analisi sull’andamento di prezzi e multipli di borsa di un campione di banche italiane quotate. Tali parametri non sono, però, stati ritenuti significativi in quanto:

- negli ultimi mesi è stata registrata una perdurante volatilità dei prezzi di borsa dei titoli appartenenti al settore finanziario, derivante anche da fattori di carattere speculativo;
- i multipli di borsa non sono ritenuti in grado di valorizzare appieno le caratteristiche intrinseche e le specificità della Banca, i suoi punti di forza e di debolezza, nonché gli obiettivi e le strategie di medio termine riflesse nel Piano Industriale;
- la Banca non prevede di ricorrere nel medio termine a fonti di approvvigionamento sul mercato dei capitali.

Pur in presenza dei suddetti limiti circa dell'utilizzo di tali metodologie nel caso di specie, che ne fa ritenere non corretto l'uso come metodologia principale, gli Amministratori ritengono in ogni caso che il ricorso a metodi di mercato debba utilmente essere tenuto in considerazione, anche per valutare come i mercati apprezzino in questo momento storico il valore di banche con titoli liquidi. Dall'estratto del verbale del 4 novembre 2016 emerge, infatti, che "tale circostanza sembra essere di particolare rilievo nelle presenti valutazioni, posto che il recesso si pone come possibile "momento di liquidità" per l'azionista recedente, ciò che induce a considerare con attenzione l'approccio degli operatori di mercato nella determinazione di un giusto prezzo di recesso".

Infine, nell'ambito dei criteri di mercato, a soli fini rappresentativi e informativi, sono stati analizzati i multipli impliciti derivanti da prezzi di transazioni, avvenute nel recente passato, su quote di minoranza di banche italiane e da recenti operazioni di trasformazione di banche popolari.

Le metodologie di valutazione sono state applicate dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, sulla base di:

- Patrimonio netto e requisiti di vigilanza al 30 giugno 2016, predisposti secondo quanto stabilito da Basilea III;
- Flussi economici prospettici desunti dal Piano Industriale 2017-2021 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Banca in data 4 novembre 2016;
- Patrimonio e requisiti di vigilanza prospettici, inclusi nel Piano Industriale, predisposti secondo quanto stabilito da Basilea III, in ottica fully loaded.

4.1.1. Il Dividend Discount Model nella variante dell'Excess of Capital

Il Metodo del DDM rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici. Il DDM assume che il valore del capitale economico di una banca sia pari alla somma di:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e potenzialmente distribuibili agli azionisti senza incidere sul livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- Valore attuale del "Valore Terminale", ovvero il valore della banca al termine del periodo di previsione analitica dei flussi.

Il metodo descritto prescinde, pertanto, dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento. La metodologia del DDM stima, pertanto, il valore del capitale economico di una banca sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + k_e)^i} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;

k_e = costo del capitale proprio determinato secondo il metodo del Capital Asset Pricing Model;

D_i = flusso di cassa potenzialmente distribuibile nel periodo i-esimo di pianificazione esplicita, comprensivo dei flussi di excess capital disponibili in ogni periodo, tenendo conto di un livello di patrimonializzazione soddisfacente;

n = Periodo di previsione analitica dei flussi di cassa;

TV = valore residuo o Terminal Value, assunto come la rendita perpetua derivante dal

dividendo sostenibile nel lungo periodo.

Il Terminal Value viene determinato secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{D_{TV}}{k_e - g}$$

dove:

D_{TV} = dividendo atteso considerando redditività sostenibile nel lungo termine, tenendo conto di un livello di patrimonializzazione soddisfacente e della percentuale di utili da reinvestire per finanziare la crescita interna;

g = tasso di crescita di lungo termine.

Il costo del capitale proprio corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio e viene calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model, secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$$

dove:

R_f = "risk-free rate", il tasso di rendimento delle attività prive di rischio;

β = coefficiente beta, che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso;

$R_m - R_f$ = "market premium", ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio;

α = "execution risk", ovvero coefficiente addizionale al fine di considerare la rischiosità connessa al raggiungimento degli obiettivi prefissati nel Piano Industriale.

Con riferimento alle modalità applicative del DDM, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da Deloitte e dallo Studio Laghi, fatte proprie dagli Amministratori nel corso della seduta del 4 novembre 2016.

Deloitte

Di seguito illustriamo principali assunzioni e parametri adottati da Deloitte per lo sviluppo del modello di valutazione.

a) Stima del dividendo distribuibile

I flussi distribuibili agli azionisti sono stati stimati sulla base del Piano Industriale e di un ratio di vigilanza obiettivo in termini di CET1 compreso tra l'11,0% e il 12,1%, tenuto conto sia degli obiettivi della Banca in termini di Risk Appetite Framework nel periodo 2016-2021 (11,0%), sia del CET1 ratio medio fully loaded previsto in arco Piano (12,1%).

Nella definizione dei ratio di vigilanza target, Deloitte ha tenuto conto dell'orientamento del Consiglio di Amministrazione di escludere il rimborso in sede di Recesso, per tutelare il raggiungimento degli obiettivi previsti nel Piano. Tale orientamento è stato confermato nel corso del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016. È stato, infatti, evidenziato dal Presidente che "l'evoluzione del quadro di riferimento al momento non consente di individuare fattori di alleggerimento tali da mutare l'atteggiamento necessariamente prudente richiesto al Consiglio nella valutazione della possibilità di procedere ad un effettivo rimborso".

b) Stima del tasso di attualizzazione

Per l'attualizzazione dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale di rischio stimato sulla base dei seguenti parametri:

$R_f = 1,6\%$, il tasso privo di rischio corrisponde al rendimento medio dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano alla data di riferimento;

$\beta = 1,22$, il coefficiente beta è stato stimato sulla base del valore medio dei beta di un campione di banche quotate italiane¹;

$R_m - R_f = 5,6\%$, il premio per il rischio è in linea con la prassi valutativa²;

α = coefficiente di rischio addizionale. Nello specifico è stato considerato un coefficiente addizionale compreso tra l'1,0% e l'1,5% al fine di tener conto della rischiosità connessa al raggiungimento del Piano, che evidenzia obiettivi anche superiori ai dati attesi a livello di sistema, in termini di crescita dei volumi di raccolta, degli impieghi e redditività, nonché in termini di rischiosità e qualità del credito.

Sulla base dei parametri indicati è stato stimato un costo del capitale proprio (k_e) compreso tra il 9,4% e il 9,9%.

c) Stima del Terminal Value

Il Terminal Value è stato determinato sulla base dei seguenti parametri:

g = tasso di crescita di lungo periodo, considerato compreso tra l'1,0% e il 2,0%;

k_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Sulla base delle assunzioni e dei parametri illustrati, Deloitte ha individuato un valore del capitale economico del 100% della Banca compreso in un intervallo tra circa Euro 603 milioni e circa Euro 752 milioni, corrispondente ad un valore per azione compreso tra Euro 12,10 ed Euro 15,08.

Studio Laghi

Di seguito illustriamo le principali assunzioni e parametri adottati dallo Studio Laghi per lo sviluppo del modello di valutazione.

a) Stima del dividendo distribuibile

I dividendi attesi sono stati determinati sulla base del Piano Industriale, tenuto conto delle modalità applicative del modello di valutazione adottato che prevede un ratio di vigilanza obiettivo in termini di CET1 compreso tra l'11,0% e il 12,1%, in considerazione sia degli obiettivi della Banca in termini di Risk Appetite Framework nel periodo analizzato (11,0%), sia del CET1 ratio medio fully loaded previsto nel Piano (12,1%).

Anche in questo caso, nella definizione dei ratio di vigilanza target, lo Studio Laghi ha tenuto conto dell'orientamento del Consiglio di Amministrazione di escludere il rimborso in sede di Recesso per garantire un'adeguata patrimonializzazione della Banca post trasformazione.

b) Stima del tasso di attualizzazione

Per l'attualizzazione dei dividendi attesi dagli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale di rischio stimato sulla base dei seguenti parametri:

$R_f = 1,6\%$, il tasso privo di rischio corrisponde al rendimento medio a 12 mesi dei Buoni

¹ Il campione considerato include: Banco Popolare S.C., Ubi Banca S.p.A., Banca Popolare di Milano S.C.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.C., Banca Popolare di Sondrio S.C., Banca Piccolo Credito Valtellinese S.p.A. e Credito Emiliano S.p.A..

² "Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers" (Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel Fernandez Acín IESE Business School University of Navarra).

del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano alla data di riferimento;

$\beta = 1,11$, il coefficiente beta è stato stimato sulla base del valore medio dei beta di un campione di banche quotate italiane³;

$R_m - R_f = 6,25\%$, premio per il rischio di lungo periodo⁴;

α = coefficiente di rischio addizionale. Nello specifico è stato considerato un coefficiente addizionale compreso tra l'1% e il 2%, quantificato in considerazione delle ipotesi di Piano.

Sulla base dei parametri indicati è stato stimato un costo del capitale proprio (k_e) compreso tra il 9,5% e il 10,5%.

c) Stima del Terminal Value

Il Terminal Value è stato determinato sulla base dei seguenti parametri:

g = tasso di crescita di lungo periodo, considerato compreso tra l'1,0% e il 2,0%;

k_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Il flusso stabilizzato impiegato ai fini della stima dei valori terminali è stato determinato a partire dal flusso di utile netto relativo all'ultimo esercizio di previsione esplicita del Piano.

Sulla base delle assunzioni e dei parametri illustrati lo Studio Laghi ha individuato un valore del capitale economico del 100% della Banca compreso in un intervallo tra circa Euro 553 milioni e circa Euro 748 milioni, corrispondente ad un valore per azione compreso tra Euro 11,09 ed Euro 15,00.

L'estremo superiore dell'intervallo valutativo è stato individuato considerando i seguenti elementi: i) un'unica soglia per il calcolo del c.d. excess capital assumendo un valore del Total Capital ratio pari all'11,0%; ii) il costo del capitale proprio (k_e) è stato stimato in una misura pari al 9,5%; iii) Il tasso di crescita (g) utilizzato ai fini della stima del terminal value è stato posto pari al 2,0%.

L'estremo inferiore dell'intervallo valutativo è stato individuato considerando i seguenti elementi: i) un'unica soglia per il calcolo del c.d. excess capital assumendo un valore del Total Capital ratio pari al 12,1%; ii) il costo del capitale proprio (k_e) è stato stimato in una misura pari al 10,5%; iii) Il tasso di crescita (g) utilizzato ai fini della stima del terminal value è stato posto pari all'1,0%.

4.1.2. Il metodo dei multipli di valore

Il metodo dei multipli di valore, più propriamente definito come peers comparison analysis, si basa sull'ipotesi che il valore di una società sia determinabile assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Normalmente si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società

³ Il campione considerato include: Ubi Banca S.p.A., Banco Popolare S.c., Credito Emiliano S.p.A., Banca Popolare di Milano S.c.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c., Banca Popolare di Sondrio S.c., Banca Piccolo Credito Valtellinese S.p.A. e Banco di Desio e della Brianza S.p.A..

⁴ Fonte: Damodaran, luglio 2016.

comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative, ad esse relative. L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

- Determinazione del campione di riferimento;
- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento;
- Individuazione e calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi;
- Applicazione dei multipli alle società in esame.

Con riferimento alle modalità applicative del metodo dei Multipli di Valore, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da Deloitte e dallo Studio Laghi, fatte proprie dagli Amministratori.

Deloitte

Di seguito illustriamo principali assunzioni e parametri adottati da Deloitte per lo sviluppo del metodo di raffronto:

a) Determinazione del campione di riferimento:

L'esperto a tal proposito ha considerato un campione costituito da realtà bancarie quotate italiane; nello specifico nella definizione del panel sono state prese a riferimento entità con natura giuridica di società cooperativa o società per azioni (ex società cooperative) che hanno già ultimato un processo di trasformazione analogo a quello della Banca. In particolare il campione comprende: Banco Popolare S.c., Ubi Banca S.p.A., Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c., Banca Popolare di Sondrio S.c., Banca Piccolo Credito Valtellinese S.p.A. e Credito Emiliano S.p.A.. Quest'ultima è stata ritenuta da Deloitte comparabile alla Banca Popolare dell'Alto Adige sotto un profilo di business e di rischio.

b) Definizione dell'intervallo temporale di riferimento:

Sotto tale profilo Deloitte ha fatto ricorso alla capitalizzazione di borsa media stimata su un orizzonte temporale compreso tra 6 mesi e 12 mesi dalla data di riferimento del 30 giugno 2016, al fine di mitigare gli effetti distorsivi legati alla volatilità dei mercati registrata nel periodo analizzato. Al 30 giugno 2016 sono stati presi a riferimento il Patrimonio Netto e il Patrimonio Netto Tangibile di ciascuna banca, mentre per quanto riguarda l'utile netto, si è fatto riferimento a quello prospettico 2017-2018, desunto dalle stime IBES.

c) Individuazione e calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi:

Per ciascuna delle banche costituenti il campione sono stati considerati i seguenti multipli:

- Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV");
- Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV");
- Prezzo/Utile netto ("P/E").

d) Applicazione dei multipli alle società in esame.

I valori dei multipli utilizzati ai fini della stima sono stati determinati avendo come riferimento la media dei valori campionari dei P/BV, dei P/TBV e dei P/E osservati nei dodici mesi antecedenti alla data del 30 giugno 2016. Il moltiplicatore costruito in relazione al campione prescelto è stato applicato al Patrimonio Netto Tangibile e al Patrimonio Netto della Banca al 30 giugno 2016, nonché agli utili medi della Banca previsti dal Piano.

A tal proposito è stato individuato un intervallo di valori per azione della Banca compreso tra Euro 8,38 ed Euro 14,28, cui corrisponde un intervallo di multipli P/BV impliciti nei valori compresi tra 0,50x e 0,86x.

Come già ricordato tali riferimenti di mercato non sono ritenuti significativi nel caso di specie e vengono indicati ai soli fini di raffronto con parametri di mercato.

Studio Laghi

Di seguito illustriamo principali assunzioni e parametri adottati dallo Studio Laghi per lo sviluppo del metodo di raffronto:

a) Determinazione del campione di riferimento;

L'Esperto a tal proposito ha considerato un campione costituito da realtà bancarie quotate italiane. In particolare il campione comprende: Ubi Banca S.p.A., Banco Popolare S.c., Credito Emiliano S.p.A., Banca Popolare di Milano S.c.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c., Banca Popolare di Sondrio S.c., Banca Piccolo Credito Valtellinese S.p.A. e Banco di Desio e della Brianza S.p.A..

b) Definizione dell'intervallo temporale di riferimento;

Sotto tale profilo lo Studio Laghi ha fatto ricorso alla capitalizzazione di borsa media stimata su un orizzonte temporale di 12 mesi dalla data di riferimento del 30 giugno 2016. Al 30 giugno 2016 sono stati presi a riferimento il Patrimonio Netto e il Patrimonio Netto Tangibile di ciascuna banca.

c) Individuazione e calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi;

Per ciascuna delle banche costituenti il campione sono stati considerati i seguenti multipli:

- Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV");
- Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV");

d) Applicazione dei multipli alle società in esame.

I valori dei multipli utilizzati ai fini della stima sono stati determinati avendo come riferimento minimo e massimo dei valori campionari dei P/BV e dei P/TBV osservati nei dodici mesi antecedenti alla data del 30 giugno 2016. Il moltiplicatore costruito in relazione al campione prescelto è stato applicato al Patrimonio Netto Tangibile e al Patrimonio Netto della Banca al 30 giugno 2016.

A tal proposito è stato individuato un intervallo di valori per azione della Banca compreso tra Euro 7,00 ed Euro 14,89, cui corrisponde un intervallo di multipli P/BV impliciti nei valori compresi tra 0,42x e 0,89x.

4.1.3. Il metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.

Con riferimento alle modalità applicative, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da Deloitte e dallo Studio Laghi, fatte proprie dagli Amministratori.

Deloitte

Ai soli fini rappresentativi e informativi, Deloitte ha analizzato i multipli impliciti nei prezzi di transazioni, avvenute nel recente passato, su quote di minoranza di banche italiane. In particolare, è stata effettuata un'analisi dei moltiplicatori P/BV e P/TBV impliciti di un campione di transazioni effettuate in Italia dal 2012 ad oggi avente ad oggetto quote di minoranza di banche non quotate, diverse da operazioni OPA, OPASC e aumenti di capitale. I multipli sono stati calcolati con riferimento ai dati della società target come da bilancio di chiusura più prossimo alla data di annuncio dell'operazione.

I dati che emergono dall'analisi evidenziano dei multipli P/BV e P/TBV superiori ai multipli di borsa e in generale valorizzazioni delle società superiori al patrimonio netto.

Studio Laghi

Con finalità meramente informative, lo Studio Laghi ha indicato in relazione i multipli impliciti risultanti da operazioni di trasformazione di banche popolari, quotate e non, in società per azioni effettuate nel recente passato.

I dati che emergono dall'analisi evidenziano valorizzazioni delle società inferiori al patrimonio netto. Ciò è da ricondurre, nel caso di trasformazione di banche popolari quotate, alla prassi di fissare il valore di recesso, in coerenza con quanto disposto dall'articolo 2437-ter del Codice Civile, sulla base del prezzo medio dell'andamento del titolo azionario osservato nei sei mesi antecedenti alla data dell'operazione. I casi di trasformazione relativi a banche popolari non quotate, riguardano, invece, istituti in condizione di accentuato deficit patrimoniale.

4.2. Risultati cui pervengono gli Amministratori con l'assistenza degli Esperti

L'applicazione delle metodologie sopra indicate ha portato, quindi, gli Amministratori, con il supporto degli Esperti, ad individuare il seguente intervallo di valori per azione di Banca Popolare dell'Alto Adige:

Banca Popolare dell'Alto Adige - Sintesi dei Risultati				
€				
Discount Dividend Model	Euro per Azione		P/BV	
	Min	Max	Min	Max
Deloitte	12,10	15,08	0,73x	0,91x
Laghi	11,09	15,00	0,67x	0,90x
Intervallo di Sovrapposizione	12,10	15,00	0,73x	0,90x

4.3. Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori

Il valore di riferimento individuato dagli Amministratori, al termine della prima parte della riunione consiliare tenutasi in data 4 novembre 2016, per ciascuna delle azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso, risulta pari a:

Euro 12,10 per azione

Tale valore si colloca all'interno dell'intervallo di valutazione delle azioni della Banca identificato dagli Esperti e all'estremo inferiore dell'intervallo di sovrapposizione espresso dal metodo principale, al fine di esprimere un valore che tenga in considerazione l'intervallo di valori espresso dal metodo dei multipli di mercato.

Con riferimento a quanto riportato sull'estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016 sulle valutazioni provvisorie circa la sussistenza dei presupposti per la limitazione ovvero l'esclusione del rimborso delle azioni oggetto di recesso, gli Amministratori rilevano che "non si ravvisano condizioni tali da consentire una distribuzione di capitale e conseguentemente l'utilizzo di fondi propri per il rimborso degli eventuali soci recedenti risulterebbe in contrasto con le valutazioni e le conclusioni raggiunte fino a questo momento circa la complessiva situazione prudenziale attuale e prospettica della Banca, considerazioni che appaiono maggiormente appropriate alla luce dell'orizzonte temporale di medio-lungo termine nel quale la valutazione si deve necessariamente compiere".

Gli Amministratori intendono, comunque, approvare la determinazione definitiva circa l'esclusione del rimborso in sede di Recesso solo al momento in cui sarà noto il numero delle azioni oggetto del recesso stesso.

4.4. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Le principali difficoltà riscontrate dagli Amministratori nella determinazione del valore economico della Banca sono state le seguenti:

- Limiti insiti nelle metodologie di valutazione utilizzate: le considerazioni effettuate dagli Amministratori con il supporto degli Esperti risentono dei limiti e delle specificità proprie dei metodi di valutazione considerati;
- Limiti insiti nei dati previsionali e nelle ipotesi utilizzate: l'applicazione delle metodologie valutative ha attribuito un ruolo rilevante ai flussi di risultato attesi che, pur desunti dalle proiezioni economico/finanziarie, presentano per loro natura profili di incertezza connessi anche ai possibili cambiamenti strutturati di mercato;
- Discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione impiegati: l'utilizzo di dati, quali coefficienti Beta ed i multipli di valore, tratti da osservazioni di mercato, si fonda sul presupposto che essi siano applicabili al complesso bancario oggetto di valutazione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quella in esame. Alla luce delle specificità e dell'unicità che caratterizzano ciascuna realtà societaria, tale comparabilità è, comunque, parziale. I dati di Borsa, inoltre, sono influenzati dalle fluttuazioni di valore, anche rilevanti, che possono registrarsi sui mercati;
- Complessità del quadro regolamentare di riferimento: la stima del valore di liquidazione delle azioni della Banca collegata al diritto di recesso si inquadra in un momento di forte discontinuità da un punto di vista normativo che porterà la Banca a cambiare status giuridico;
- Numero di azioni: in considerazione dell'incertezza relativa al numero effettivo delle n. 797.079 azioni massime che potrebbero essere assegnate agli ex azionisti di BP Marostica a titolo di premio fedeltà, il valore per azione della Banca è stato calcolato sulla base di n. 49.870.974 azioni in circolazione. Nell'ipotesi in cui dovesse realizzarsi un'emissione integrale delle n. 797.079 a titolo di premio fedeltà, i valori per azione sopra individuati si ridurrebbero di una percentuale pari all'1,6%.

5. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- Esame dell'estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione del 28 ottobre 2016 nel corso del quale sono stati analizzati i risultati preliminari relativi alla determinazione dell'intervallo del valore di liquidazione delle azioni della Banca Popolare di Alto Adige, ai fini dell'applicazione del diritto di recesso ex art. 2437-ter del Codice Civile;
- Esame dell'estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016 che determina in Euro 12,10 per azione il valore preliminare di liquidazione di ogni azione della Banca Popolare dell'Alto Adige, ai fini dell'applicazione del diritto di recesso ex art. 2437-ter del Codice Civile;
- Esame della relazione predisposta da Deloitte in data 4 novembre 2016 relativa all'individuazione di un intervallo di valori economici, per il capitale complessivo e per azione, attribuibili alla Banca, ai fini dell'applicazione del diritto di recesso ex art. 2437-ter del Codice Civile;
- Esame della relazione predisposta dallo Studio Laghi in data 4 novembre 2016 relativa all'individuazione di un intervallo di valori economici, per il capitale complessivo e

per azione, attribuibili alla Banca, ai fini dell'applicazione del diritto di recesso ex art. 2437-ter del Codice Civile;

- Esame del parere predisposto dallo Studio Legale Carbonetti avente ad oggetto il contesto normativo della determinazione del valore di recesso;
- Esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;
- Verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, in ordine alla scelta dei suddetti metodi;
- Verifica della coerenza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la documentazione utilizzata e descritta in precedenza;
- Verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti;
- Discussioni ed approfondimenti con consulenti legali, Esperti e management della Banca;
- Discussioni con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività, svolte ai sensi dell'articolo 2437-ter del Codice Civile;
- Simulazione della sensitivity analysis al fine di verificare quanto i risultati cui sono pervenuti gli Amministratori, con il supporto degli Esperti, possa essere influenzato da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- Verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni definitive dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione;
- Ottenimento della Lettera d'Attestazione;
- Predisposizione della Relazione.

Il bilancio d'esercizio di Banca Popolare dell'Alto Adige al 31 dicembre 2015, corredato della relazione del Consiglio di Amministrazione, è stato da noi assoggettato a revisione contabile. La relazione semestrale abbreviata della Banca al 30 giugno 2016, corredata della relazione del Consiglio di Amministrazione, è stata da noi assoggettata a revisione contabile limitata. Con riferimento al Piano Industriale, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di situazione previsionale, abbiamo analizzato ipotesi e criteri utilizzati per la sua redazione, verificando e discutendo la loro ragionevolezza con il management della Banca.

Abbiamo, infine, raccolto, attraverso discussione con il management della Banca e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione della relazione semestrale abbreviata della Banca al 30 giugno 2016, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Consiglio di Amministrazione, che ha fatto proprie le valutazioni degli Esperti, ha avuto quale scopo la stima del valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, in linea con il disposto dell'articolo 2437-ter del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico delle azioni della Banca determinato dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, indicato nell'estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2016, non può essere utilizzato per finalità diverse.

Come ricordato, l'applicazione delle metodologie adottate dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, ha condotto questi ultimi a definire un intervallo di valori dell'azione compreso tra Euro 12,10 ed Euro 15,00, all'interno del quale gli Amministratori hanno ritenuto di individuare, ai fini dell'indicazione di un valore intrinseco delle azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige, il valore di Euro 12,10. Il valore prescelto si colloca all'estremo inferiore dell'intervallo di valori delineato. Le ragioni che hanno portato gli Amministratori verso tale scelta vanno ricondotti alla volontà di esprimere un valore intrinseco delle azioni della Banca che, all'interno dell'intervallo di valutazione delineato attraverso il metodo principale, tenga in adeguata considerazione l'intervallo di valori espresso dal mercato, il tutto in un'ottica prudenziale.

Ciò premesso, le principali considerazioni in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze dei metodi valutativi scelti dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sono riportate di seguito:

- La scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del valore di liquidazione, le metodologie descritte in precedenza, risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e del contesto di riferimento, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, gli Amministratori descrivono le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità applicative del processo valutativo;
- I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, sono comunemente accettati e utilizzati, sia a livello nazionale sia in ambito internazionale, ai fini della valutazione di società con caratteristiche similari;
- L'approccio valutativo complessivo adottato dagli Amministratori, con il supporto degli Esperti, appare coerente con il disposto dell'articolo 2437-ter del Codice Civile, in quanto tiene conto sia della consistenza patrimoniale della Banca, sia delle sue prospettive reddituali, e tiene in debita considerazione il prudenziale intervallo di valori espressi dal mercato;
- In particolare il DDM rientra tra i metodi che permettono di esprimere il valore di una società sulla base della capacità futura della stessa di generare redditi, tenuto conto anche della sua consistenza patrimoniale, delle sue caratteristiche intrinseche e del livello di patrimonializzazione richiesto dall'Autorità di Vigilanza. La scelta metodologica degli Amministratori e le modalità di determinazione dei parametri risultano ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa;
- Il ricorso al metodo dei multipli di mercato a fini di raffronto, attraverso indicatori rappresentativi sia delle prospettive reddituali sia delle consistenze patrimoniali, pur connaturato da un livello di significatività limitata in virtù di una perdurante volatilità dei prezzi di borsa dei titoli appartenenti al settore finanziario, ha permesso di tenere in debita considerazione l'apprezzamento del mercato nei confronti dei titoli liquidi;
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori, con il supporto degli Esperti, hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;
- L'approccio metodologico complessivamente adottato dal Consiglio di Amministrazione risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale.

7. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama, in particolare, l'attenzione su quanto segue.

Gli Amministratori della Banca hanno ritenuto applicabile nelle circostanze in esame le regole procedurali dettate dall'articolo 2437 e seguenti del Codice Civile per le società per azioni.

Le metodologie di valutazione adottate sono basate su proiezioni economico-patrimoniali della Banca desunte dal Piano Industriale. I dati prospettici e le ipotesi alla base del Piano

contengono, per loro natura, elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Si segnala, inoltre, che tali dati non riflettono gli impatti derivanti dall'introduzione del principio internazionale IFRS 9 - Financial Instruments, la cui applicazione è prevista a partire dal 1 gennaio 2018.

Per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule, ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività.

In relazione ai dati economici previsionali che sono stati elaborati dal management della Banca, BDO Italia non ha assoggettato tali dati a revisione o due diligence ed ha assunto che questi siano stati preparati in modo obiettivo e su presupposti che riflettono le migliori previsioni disponibili in relazione ai futuri risultati della Banca. I dati previsionali, essendo basati su ipotesi di eventi futuri, sono caratterizzati da connotati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi, ovvero possano verificarsi in misura e tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi.

L'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti nel corso del lavoro. Considerando la natura del nostro incarico, la responsabilità su qualità e correttezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete al management della Banca. Dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva.

I metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative in funzione della situazione congiunturale non ancora stabilizzata che è all'origine di un'accentuata volatilità del valore di mercato dei titoli. Tale volatilità è attualmente significativa.

Con riferimento all'applicazione del metodo DDM, si segnala che la distribuzione dei dividendi, pur in presenza di utili distribuibili, potrebbe essere esclusa e/o limitata in virtù della necessità di rispettare i requisiti patrimoniali previsti dalle norme di legge e/o regolamentari applicabili alla Banca, ovvero imposti dall'Autorità di Vigilanza. A tal proposito Banca d'Italia ha raccomandato, tenendo conto della Raccomandazione della Banca Centrale Europea del 28 gennaio 2015, poi superata dalla Raccomandazione della medesima Autorità del 17 dicembre 2015, a tutte le banche l'adozione di politiche di distribuzione dei dividendi che consentano di mantenere condizioni di adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, coerenti con il complesso dei rischi assunti, idonee a favorire l'allineamento ai requisiti regolamentari prudenziali e di liquidità, nonché a garantire la copertura dei livelli di capitale interno calcolati nell'ambito del processo ICAAP.

Le quotazioni di Borsa, prese a riferimento nel metodo dei Multipli di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati.

Le metodologie valutative applicate dagli Esperti, pur essendo le medesime, presentano talune differenze nelle loro modalità applicative e nella scelta dei parametri. Tale limitazione risulta, tuttavia, mitigata in virtù di una sostanziale sovrapposizione degli intervalli di valore stimati dagli Esperti e fatti propri dagli Amministratori.

L'incarico non comprende assistenza e/o consulenza di natura legate e/o fiscali e, di conseguenza, BDO Italia non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

Le predette difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione.

8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente parere, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A., non siano, limitatamente alla finalità per la quale essi sono stati sviluppati, adeguati in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che essi non siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni.

Il presente parere è indirizzato al Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A. ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'articolo 2437-ter del Codice Civile. Tale parere non potrà, pertanto, essere divulgato a soggetti terzi, fatta eccezione per i soci della Banca che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo 2437-ter del Codice Civile o, comunque, utilizzato per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Milano, 5 novembre 2016

BDO Italia S.p.A.



Francesca Scelsi

Socio